北京利尔（002392）

证券研究报告
2020 年 09 月 19 日

整包模式+全产业链+辅材业务放量，老树开新花

1、耐材行业的龙头企业

北京利尔是一家从事钢铁、有色、石化、建材等高温工业用耐火材料的开发、生产、销售等，并承担高温热工装备用耐火材料的整体设计、配置配套、安装施工、使用维护与技术服务为一体的整体承包业务的公司。

2、下游是高温工业，需求具有周期性，龙头借助份额提升和成本下降盈利更加稳定

耐火材料下游主要集中在高温工业，其中钢铁占比最大，达到 70%，其余为水泥、陶瓷、化工等领域。15 年行业 CR10 为 9%，18 年提高至 13.6%，但整体还是较为分散，19 年我国耐材行业企数量为 1958 家，收入超 10 亿元的生产企业仅为 16 家，尚未形成真正的龙头企业。高温工业的需求和经济有相关性，因此耐火材料的需求也有波动性，但龙头公司受益于市场份额的提升以及成本的下降，盈利的周期性会被减弱。

3. 模式创新、全产业链布局、辅材放量，驱动公司业绩持续增长

公司首创整体承包模式，与国内一线钢铁企业建立了业务合作关系。截止 2020H1，公司整体承包收入已占总收入的 70.9%。得益于整体承包模式的推广应用，公司构建服务壁垒，份额和盈利双重提高，14-19 年期间，公司收入、净利润复合增速分别为 14.7%、15.4%，领先行业。13 年以来公司通过收购和自建的方式完善全产业链布局，目前已形成 “矿山开采-矿石深加工-耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”的镁质耐材全生命周期管理模式。18 年公司投资氧化铝项目，进一步完善铝质耐材的全产链布局。19 年，公司加速布局钼铁等辅材业务，并且持续扩建产能。

4. 资产质量全面改善，轻装上阵谋扩张

2015 年是耐火材料行业的低谷期，随后公司休养生息，稳健发展，取得重要成果，2019 年公司收入较 2015 年增长 1 倍，应收账款+票据余额基本未增加甚至小幅下降，周转天数从 240 天下降至 100 天，负债率从 40%降低至 32%，我们认为目前公司轻装上阵，为未来扩张提供强大动能。

5. 盈利预测与估值

耐材行业集中度低，公司依托整体承包优质商业模式、完善的全产业链布局和辅材业务放量，未来集中度有望持续提升。近期进行股份回购，用于员工持股或股份激励，有望激发员工活力。我们认为公司 2020 年公司合理 PE 估值区间为 15-20x，对应目标价 6.6-8.8 元，给予“买入”评级。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 5.22 亿元、6.53 亿元、8.16 亿元，对应 9 月 18 日 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍 。

风险提示：业务集中风险、应收账款坏账风险、管理风险、新型冠状病毒复发肺炎疫情风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,196.92	3,742.41	4,131.77	4,678.02	5,341.56
增长率(%)	40.39	17.06	10.40	13.22	14.18
EBITDA(百万元)	629.15	791.10	873.40	988.87	1,129.14
净利润(百万元)	333.08	415.90	522.05	653.15	816.16
增长率(%)	105.33	24.87	25.52	25.11	24.96
EPS(元/股)	0.28	0.35	0.44	0.55	0.69
市盈率(P/E)	22.41	17.95	14.30	11.43	9.15
市净率(P/B)	2.17	1.96	1.76	1.54	1.34
市销率(P/S)	2.33	1.99	1.81	1.60	1.40
EV/EBITDA	4.49	4.08	6.48	5.21	3.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,190.49
流通 A 股股本(百万股)	831.79
A 股总市值(百万元)	7,464.38
流通 A 股市值(百万元)	5,215.32
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	32.02
一年内最高/最低(元)	6.27/3.04

作者

李华丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060001
lihuafenga@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

1、耐材行业的龙头企业 5

1.1. 公司概况 5

1.2. 公司股权结构 5

1.3. 营收规模及主营业务 5

2. 下游是高温工业，需求有周期性，龙头借助集中度提升和成本下降盈利更加稳定 8

2.1. 耐火材料行业概况：千亿市场，稳步发展 8

2.2. 下游是高温工业，需求具有波动性 9

2.2.1. 耐材产业链分析 9

2.2.2. 地产基建稳需求，推动耐材行业稳步发展 11

2.3. 竞争格局改善，集中度持续提升 13

3. 模式创新，全产业链布局，辅材放量，未来发展可期 14

3.1. 开创整体承包模式，构建服务壁垒，推动市占率提高 14

3.2. 产业链布局，整合资源提升盈利能力 16

3.3. 深根研发创新，降本增效扩大盈利优势 17

3.4. 发展新业务，扩张产能，支撑公司长期发展 19

4. 资产质量全面改善，轻装上阵谋扩张 21

5. 盈利预测与估值 23

6. 投资意见： 24

7. 风险提示 25

图表目录

图 1 ：北京利尔股权结构 5

图 2 ：公司收入规模及增速（百万元） 5

图 3 ：公司归母净利润规模及增速（百万元） 5

图 4 ：公司历年毛利率 6

图 5 ：公司历年净利率 6

图 6 ：2019 年公司分业务收入 6

图 7 ：2019 年公司分业务毛利率 6

图 8 ：公司主要产品类型 6

图 9 ：耐火材料分类情况 8

图 10 ：2019 年各类耐火材料产量占比 8

图 11 ：耐火行业产业链 9

图 12 ：耐火行业收入占比 9

图 13 ：耐火行业下游需求 10

图 14 ：粗钢产量及增速 10

图 15 ：水泥产量及增速 10
图 16 ：平板玻璃产量及增速 11
图 17 ：有色金属产量及增速 11
图 18 ：上市公司钢铁领域收入占比 11
图 19 ：耐材产量增速与粗钢增速 12
图 20 ：耐材产量与粗钢产量 12
图 21 ：粗钢、水泥、玻璃增速与 GDP 增速 12
图 22 ：钢铁行业下游运用 12
图 23 ：钢结构价格与公司销售净利率的波动性 12
图 24 ：我国营业收入超过 10 亿元的耐材企业 13
图 25 ：我国主要耐火材料公司及其介绍 13
图 26 ：耐火行业集中度 CR10 14
图 27 ：耐火材料行业产业政策 14
图 28 ：整体承包经营模式的优点 15
图 29 ：公司市占比 15
图 30 ：公司收入及增速 16
图 31 ：对比公司收入增速 16
图 32 ：公司全产业链布局 16
图 33 ：对比公司毛利率 16
图 34 ：对比公司归母净利润增速 16
图 35 ：公司的研发体系 17
图 36 ：公司研发费用以及占比 17
图 37 ：公司人员结构 17
图 38 ：各公司期间费用率对比 18
图 39 ：各公司销售费用率对比 18
图 40 ：各公司管理费用率对比 18
图 41 ：各公司财务费用率对比 19
图 42 ：各公司研发费用率对比 19
图 43 ：公司的资本开支 19
图 44 ：可比公司的净利率 19
图 45 ：公司产能分布 20
图 46 ：公司产能 20
图 47 ：收入规模及增速（百万元） 21
图 48 ：15 年各公司收入增速 21
图 49 ：应收账款周转天数 22
图 50 ：收入规模与应收账款及票据规模 22
图 51 ：经营性现金流 22
图 52 ：经营性现金流净额/营业收入 22
图 53 ：公司历年 ROE 水平 22
图 54 ：销售净利率 22
图 55 ：资产负债率 23

图 56 ：资产周转率.....23
图 57 ：公司盈利预测假设.....23
图 58 ：可比公司估值.....24

1、耐材行业的龙头企业

1.1. 公司概况

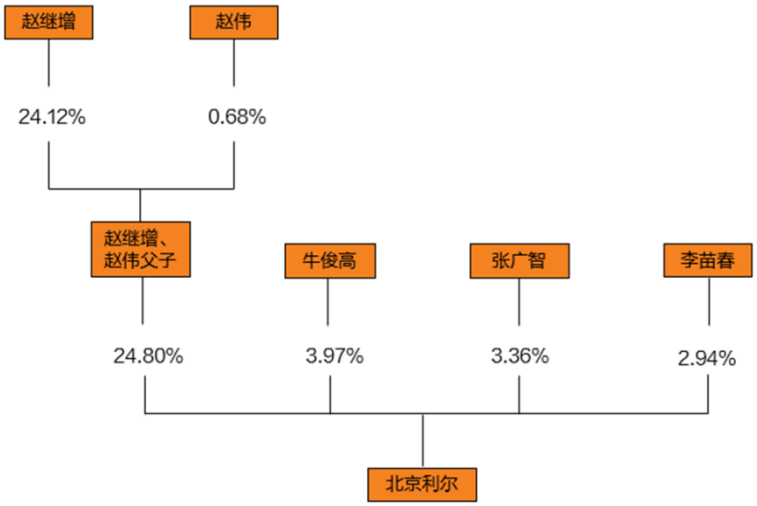
北京利尔是一家从事钢铁、有色、石化、建材等高温工业用耐火材料的开发、生产、销售等，并承担高温热工装备用耐火材料的整体设计、配置配套、安装施工、使用维护与技术服务为一体的整体承包业务的公司。公司也是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的先行者，是国内大型钢铁工业用耐火材料整体承包商，同时也是产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一。

公司的主导产品包括不定形耐火材料、机压定型耐火制品、耐火预制件、连铸功能耐火材料、钢包透气功能元件、优质尖晶石耐火制品、钢包滑动水口、陶瓷纤维制品、水煤浆气化炉用高铬耐火材料等多种系列品种。

1.2. 公司股权结构

截止 2020 年中报，公司总股本为 11.9 亿股，第一大股东赵继增持有公司 2.87 亿股，持股比例为 24.12%，赵继增之子赵伟持股 809.53 万，持股比例为 0.68%，合计为 24.80%，两者为公司实际控制人。除赵继增、赵伟父子外公司前 10 大股东分别为牛俊高（3.97%），张广智(3.36%),李苗春(2.94%),北京利尔高温材料股份有限公司回购专用证券账户(1.52%),赵世杰(1.50%)，李胜男(1.40%)，程国安(1.38%)，郝不景(1.34%)，汪正峰(1.07%)。

图 1：北京利尔股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

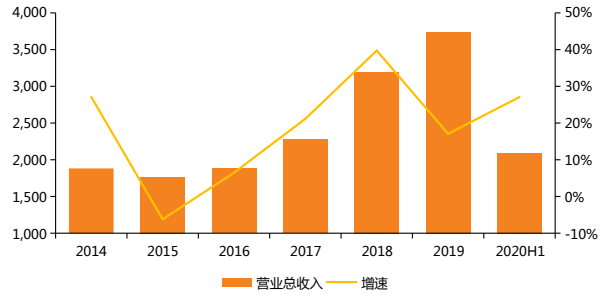
1.3. 营收规模及主营业务

截止 19 年年报，公司年收入规模 37.4 亿元。除 2015 年公司营收和利润出现负增长外，2014-2019 年其余年份公司营收和归母利润均为正增长。16-19 年期间公司营收的复合增速达到 25.81%，归母净利润的复合增速达到 41.33%，公司近四年获得了高速增长，显示其较强的经营与盈利能力。

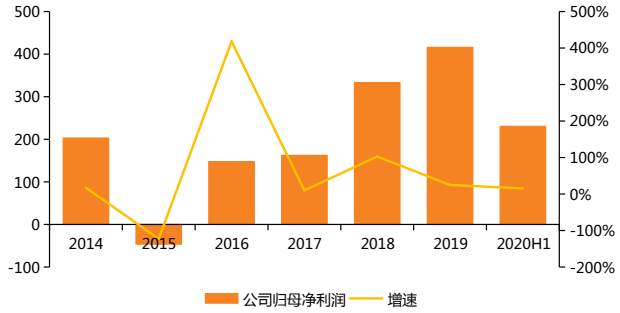
2015 年，行业整体呈现产量出口量以及价格全面下行，加之公司计提资产减值损失达 2.33 亿元，其中计提金宏矿业采矿权减值 12282 万元，计提应收及其他应收账款坏账准备 8053 万元，计提商誉减值 1003 万元，故公司 2015 年营收和净利润均为负增长。

图 2：公司收入规模及增速（百万元）

图 3：公司归母净利润规模及增速（百万元）

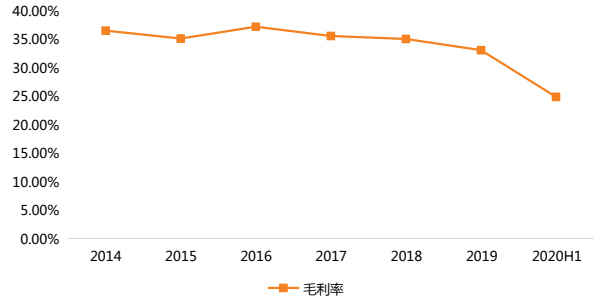


资料来源：wind，天风证券研究所



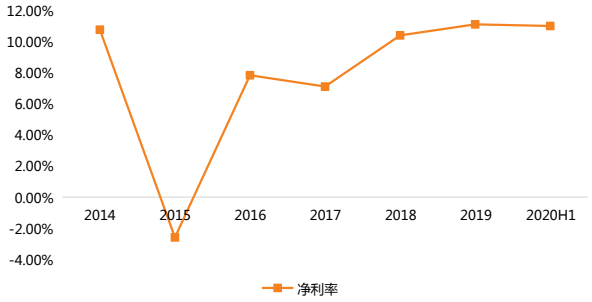
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司历年毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

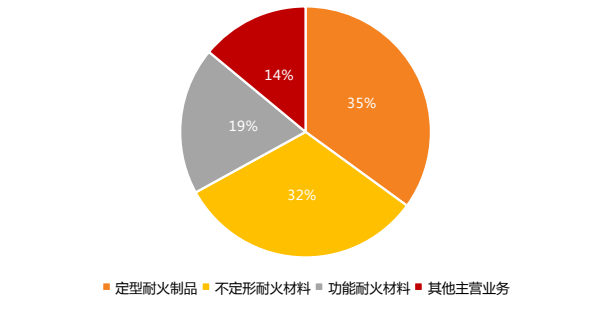
图 5：公司历年净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

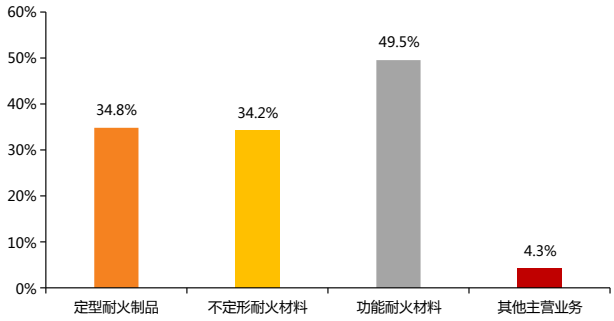
公司的主营业务收入分为定型、不定形、功能等耐火材料。2019 年，公司收入结构中定型耐火材料、不定形耐火材料、功能等耐火材料收入分别为 12.952 亿元、12.14 亿元、7.11 亿元；占比分别为 35%、32%、19%，而其毛利率分别为 34.8%、34.2%、49.5%。

图 6：2019 年公司分业务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2019 年公司分业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司主要产品类型

产品类型	产品类别	主要用途	产品特点
定型耐火材料	不烧镁碳类	主要用于转炉、交流电弧炉、直流电弧炉的内衬，钢包的渣线等部位	具有良好的耐高温性能，抗渣能力强，抗热震性好，高温蠕变低
	不烧镁铝（铝镁）碳类	主要用于使钢包熔池部位和包底部位	具有良好的耐钢水侵蚀性和不易剥落的优点，在使用时受热生成尖晶石而显示出高的残余线膨胀率，使用的整体性好、挂渣性能优异
	不烧镁钙碳（白云石）类	主要用于冶炼不锈钢、帘线钢、精炼钢包等的内衬	对低碱度渣和低铁炉渣的侵蚀性优于镁碳砖和铝镁碳砖，具有净化钢水的作用。
	不低碳（无碳）低碳刚玉尖晶石类	主要用于冶炼优质、超洁净钢种的钢包包壁、包底部位	具有抗侵蚀、抗渗透、抗冲刷、抗剥落、和整体性好等特点
	RH精炼用耐材类	主要用于RH精炼炉用浸渍管内衬砖，环流管、下部槽与中上部槽，无需经过高温烧成	具有耐冲刷、抗侵蚀性强、热震稳定性好等性能
	煤化工用耐材类	主要用于水煤浆气化炉、垃圾焚烧炉等工业炉	具有抗侵蚀性强，耐磨性能强等性能
	烧成镁钙（白云石）类	主要用于碱性转炉、VOD钢包等炉外精炼炉的内衬	具有高温性能优异、热震稳定性优良，抗渣侵蚀好等特点
不定形耐火材料	挡渣墙/堰、透气幕墙类	主要用于阻挡钢渣，改变钢水运动轨迹，延长钢水停留时间，促进钢水中夹杂物碰撞上浮以净化钢水；改变中间包内的钢水流态分布，使钢水流场达到最佳状态，减少滞留区，扩大稳流区；	具有强度高、耐侵蚀、抗冲刷和挡渣能力强等特点
	包盖类	主要用于密封盛钢容器，防止钢水热量损失以及二次氧化	具有抗热震性能优良，导热系数低，保温性能好等特点
	稳流器、冲击板类	主要用于承接自钢包注入的钢水，消纳钢水注流冲击的动能，减少钢水飞溅，促进钢水有序流动以保证夹杂物充分碰撞上浮去除，减轻注流区耐材冲刷	具有高温强度高，耐冲击、体积稳定性优良等特点
	座砖、分离环类	主要配合水口类产品使用，起到固定水口的作用	具有体积稳定性好，耐热冲击等特点
	覆盖剂	主要用于中间包内，具有绝热保温，吸收上浮的夹杂物，隔绝空气，防止钢水二次氧化等作用	具有保温性能优良，铺展性好，吸收夹杂物能力强，不易结壳等特点
	干式料、喷涂料、涂抹料类	主要用于中间包工作层部位，用于保护永久层，盛装高温钢水，吸收钢水中夹杂物	具有施工简单，安全环保，使用寿命高，解体性好，净化钢水作用显著等特点
	永久层浇注料	主要用于各盛钢容器永久层部位，起支撑工作层，减少钢水热量损失的作用；	具有流动性好，免烘烤，保温性能及抗热震性能优良等特点。
	高炉喷补料类	高炉喷补料，主要用于各大、中、小型高炉喷补造衬和内衬维护，能够延长高炉的使用寿命	可实现自动化遥控机械喷补施工、强度高、耐磨性好，
	铁沟浇注料类	出铁沟为运送铁水和铁渣的主要通道，铁沟料按使用部位分为主沟料、支沟料、渣沟料，分别用于出铁沟的主沟、支沟和渣沟	具有优良的抗渣铁侵蚀性和抗冲刷性，热震性好
	加热炉浇注料类	加热炉系列浇注料，主要应用于各类加热炉的炉顶、炉墙、炉底等部位的工作层和隔热层	热震性好、强度高、保温性好
	镍铁回转窑浇注料类	镍铁回转窑浇注料，主要用于镍铁回转窑的内衬和其他辅助部位	优异的耐酸碱性、高强度和高耐磨性、良好的保温性和热震稳定性
	脱硫枪类	脱硫喷枪主要用于铁水预脱硫系统，是铁水喷吹脱硫的主要耐材产品，对降低铁水中的硫含量生产高品质钢具有重要作用	整体性好、热震稳定性佳、寿命长
	KR搅拌器	KR搅拌器主要用于铁水预脱硫系统，是搅拌法铁水脱硫用主要产品，对降低除铁水中的硫含量生产高品质钢具有重要作用	整体性好、热震稳定性佳、寿命长、具有良好的抗渣性和抗铁水冲刷性
	炉盖类	炉盖类产品主要用于电弧炉冶炼的炉顶和LF精炼炉的炉顶	热震稳定性好、耐高温酸碱气体腐蚀性佳、寿命高
	钢包工作层浇注料类	主要用于钢包工作层包壁、包底工作层部位，用于承接钢水	具有强度高、耐冲刷、抗渣侵蚀性好，热稳定性好等特点
	火泥类	主要用于工作衬砖和永久衬砖的砌筑	具有施工方便、衬砖粘结牢固、抗侵蚀性优良等特点
	预制钢包砖类	主要用于钢包工作层包壁、包底工作层部位，用于冶炼低碳钢和超低碳钢	具有强度高、能承受钢水高温冲刷、高压力氩气流搅拌撞击作用、抗渣侵蚀性好，热稳定性好等特点
功能性耐火材料	透气砖类	主要用于钢包，砌筑在钢包的包底，通过透气砖向钢包内部吹入氩气，在氩气气泡上浮的过程中，能够达到搅拌钢液	使得钢包内钢液的温度与成分均匀的作用
	转炉整体出钢口	转炉出钢整体出钢口应用于转炉出钢	通过整体组装方式进行安装，确保出钢口使用质量稳定及使用高寿命要求；通过优化出钢内径的变径方式，满足不同转炉对出钢时间的需求
	转炉出钢档渣滑板水口系统	转炉出钢时采用滑板档渣系统技术	档渣率达到100%，降低下渣量，降低钢水中夹杂物和有害元素含量，降低精炼工序成本，提高合金收得率
	钢包控流滑动水口系统	用于连铸及模铸浇钢过程钢水控流操作，通过在大包上面采用滑动水口系统，在浇钢过程中根据中包钢液面情况合理开关及闭合滑板	实现浇钢过程精确控制，满足连铸拉速要求
	长水口	长水口，是连接钢包与中间包， 从钢包将钢水输送到中间包中	实现保护浇注，防止钢水二次氧化
	整体塞棒和中包水口	整体塞棒和中包水口配合，通过开闭动作实现棒头和水口碗部缝隙大小的控制，实现开浇、控流、和关流的目的	通过吹氩，能有效防止钢水絮流
	浸入式水口	连接中包和结晶器，将中包内钢水输送到结晶器中，起到保护浇注、防止钢水的二次氧化、氮化和钢水飞溅；防止保护渣非金属夹杂物卷入钢水中；调节钢水流动状态和注入速度，优化结晶器内钢水温度场、流场分布	
	引流砂	主要用于水口填充	具有耐火温度高，流动性好，开浇率高的特点
冶金炉料	钼铁合金	主要用作炼钢的合金添加剂，在炼钢中作为钼元素的加入剂，钼同其他合金元素配合在一起广泛地应用于生产不锈钢、耐热钢、耐酸钢和工具钢，以及具有特殊物理性能的合金	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 下游是高温工业，需求有周期性，龙头借助集中度提升和成本下降盈利更加稳定

2.1. 耐火材料行业概况：千亿市场，稳步发展

耐火材料一般是指耐火度在 1580℃以上，能够承受各种物理化学变化和机械作用的无机非金属材料。广泛应用于钢铁、建材、有色金属、化工、机械、电力乃至国防等高温工业，是各种高温热工窑炉和装备不可或缺的重要支撑材料，也是各种高温工业的重要基础材料。耐火材料的技术进步对高温工业的发展起着不可替代的关键作用。耐火材料的需求与高温工业尤其是钢铁、建材等工业的发展密切相关。

耐火材料品种繁多,用途广泛,导致其具有多种的分类方式：

- 根据耐火材料制品的外形：分为定形制品、耐火泥、不定形耐火材料；

- 按化学特性：分为酸性，碱性以及中性三类，其中酸性主要是以二氧化硅为主要成分的耐火材料，碱性的大多是以镁，钙的氧化物为主，中性的有三氧化二铝，三氧化二铬等，按化学矿物可分为硅质制品，硅酸铝制品，镁质制品，碳质制品等。

- 按照耐火程度：分为耐火温度在 1580 到 1770℃之间的普通耐火材料、耐火温度在 1770 到 2000℃之间的高级耐火材料、耐火温度在 2000℃以上的特级耐火材料和耐火温度在 3000℃以上的超级耐火材料四大类；

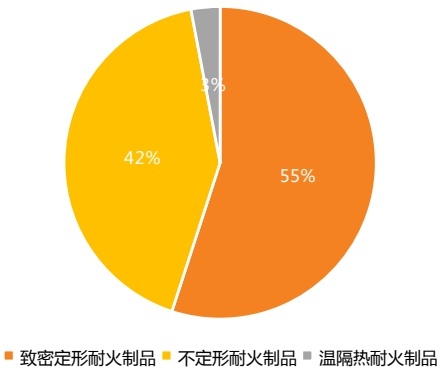
图 9：耐火材料分类情况

耐火材料的主要种类	
分类标准	具体种类
按用途分	高炉用、平炉用、转炉用、连铸用、玻璃窑用、水泥窑用耐火材料
按成型的工艺分	天然岩石切锯、泥浆浇注、可塑成型、半干成型和振动、捣打、熔铸成型等耐火材料制品
耐火材料制品的外形分	定形制品、耐火泥、不定性耐火材料
按化学特性分	酸性，碱性以及中性耐火材料
按化学矿物分	硅质制品，硅酸铝制品，镁质制品，碳质制品等耐火材料
按耐火程度分	耐火温度在1580到1770℃之间的普通耐火材料、耐火温度在1770到2000℃之间的高级耐火材料、耐火温度在2000℃以上的特级耐火材料和耐火温度在3000℃以上的超级耐火材料

资料来源：深圳 SEO，天风证券研究所

根据中国耐火材料协会统计，2019 年致密定形耐火制品、不定形耐火制品、保温隔热耐火制品分别占 55%、42%、3%。2019 年全国耐火材料产量 2430.75 万吨，同比增长 3.65%。其中，致密定形耐火制品 1341.36 万吨，同比增长 1.05%。保温隔热耐火制品 58.90 万吨，同比增长 8.87%；不定形耐火制品 1030.49 万吨，同比增长 6.93%。

图 10：2019 年各类耐火材料产量占比



资料来源：中国耐火材料协会，天风证券研究所

截止 2019 年，我国耐火材料行业的整体规模超千亿，达 2069 亿元。目前，下游高温工业的技术不断进步和对节能降耗的要求推动了耐火材料行业的技术进步和产业升级。高温工业的发展要求降低单位产品的耐火材料消耗，对耐火材料产品品质和性能的要求不断提高，因此传统耐火材料的需求将逐渐减少，但同时为高技术含量、高附加值的新型耐火材料提供了更为广阔的市场空间和盈利前景。

而随着国家出台多项相关支持性产业政策，耐火材料行业将充分受益于国家节能减排的产业政策以及高温工业的产业结构升级，未来行业市场有望持续稳步发展。

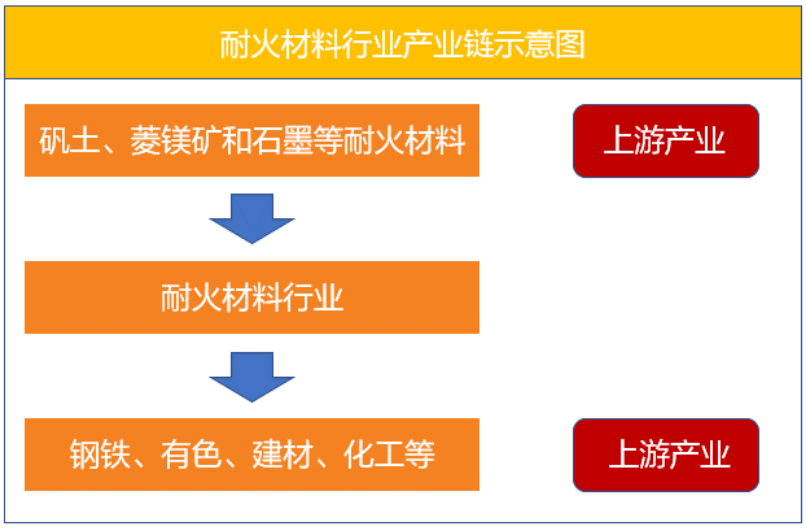
2.2. 下游是高温工业，需求具有波动性

2.2.1. 耐材产业链分析

耐火材料行业的产业链可分为上游原材料厂家、中游制造厂商和下游各行业的用户。

上游资源丰富，生产优势得天独厚。耐火材料的主要原材料包括三类：铝矾土、菱镁矿和石墨。截止 18 年，我国铝土资源量 51.7 亿吨，是世界三大铝土矿出口国之一；菱镁矿资源储量为 31.0 亿吨，储量世界第一；晶质石墨我国已探明基础储量 4.4 亿吨。因此，中国生产耐火材料有得天独厚的资源优势。

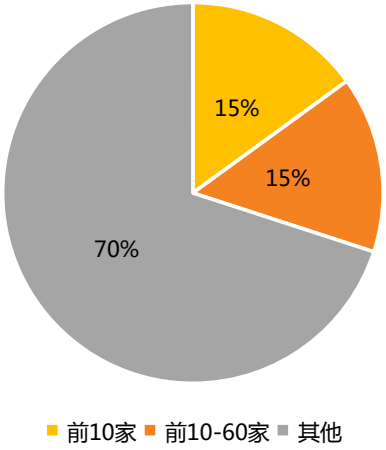
图 11：耐火行业产业链



资料来源：中国粉体网，天风证券研究所

中游生产厂家众多，集中度小。根据国家统计局统计，全国耐火原料及制品生产规模以上企业近 2000 家，但年销售收入过亿元的耐火原料及制品生产企业仅 100 余家。前 60 家耐火制品生产企业销售收入只占全国耐火制品年销售收入的 30%左右。前 10 家耐火制品生产企业也仅占 15%左右。耐火材料企业初始投资相对较小，门槛偏低导致生产企业规模小、数量多，造成行业生产集中度偏低。

图 12：耐火行业收入占比

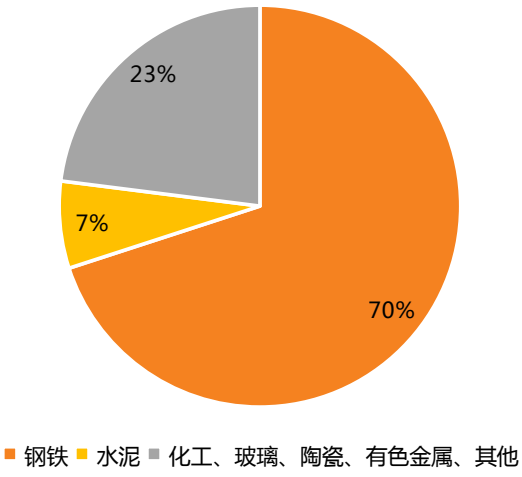


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

下游集中于高温行业，钢铁领域占比最大。从耐火材料下游需求分布来看，钢铁领域使用的占比最大为 70%，水泥领域使用的占比为 7%，陶瓷、化工、有色、玻璃等领域合计占比为 23%。

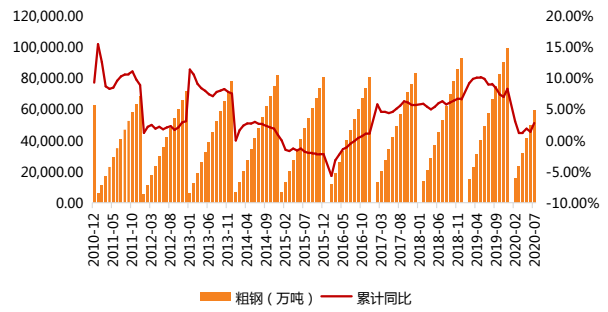
2019 年，我国粗钢、水泥、平板玻璃和有色金属产量分别同比增长 8.3%、6.1%、6.6%和 3.5%。粗钢产量突破 9.96 亿吨，又创历史新高。下游各行业强劲的需求，也为耐材行业稳步发展提供有力的支撑。

图 13：耐火行业下游需求



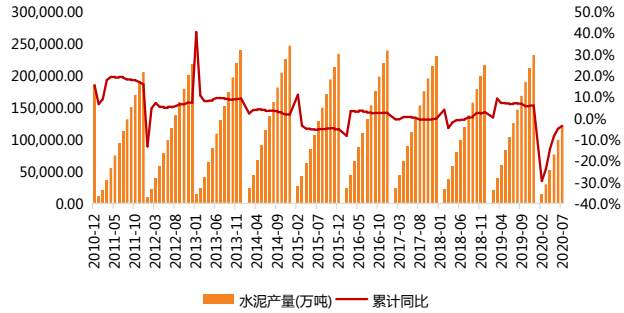
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 14：粗钢产量及增速



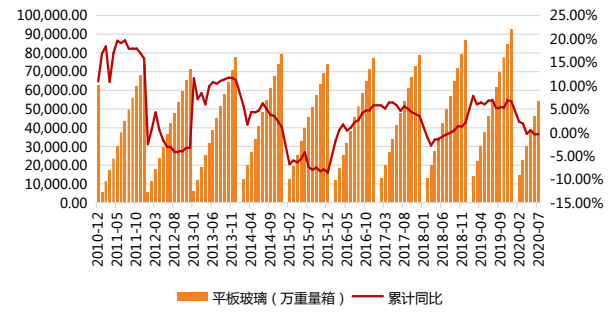
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：水泥产量及增速



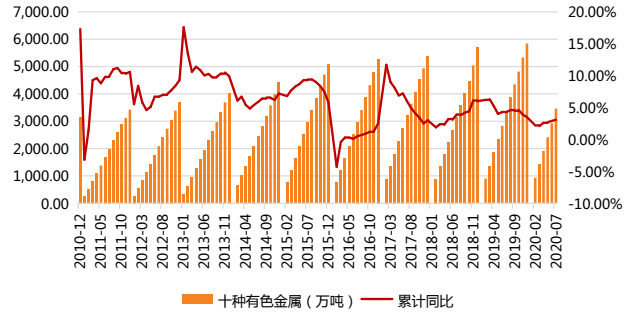
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：平板玻璃产量及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：有色金属产量及增速

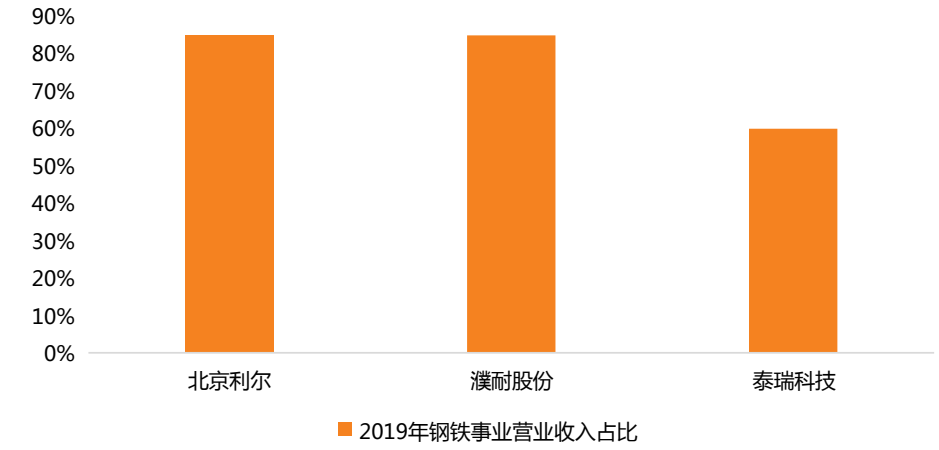


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2.2. 地产基建稳需求，推动耐材行业稳步发展

从上市公司角度看，行业龙头北京利尔最近三年对钢铁行业的销售收入占公司总收入的平均占比在 80%以上，其中 19 年占比达 85%；濮耐股份 19 年钢铁事业板块占营业总收入超 85% ;泰瑞科技 19 年钢铁用耐材业务收入占比接近 60%。**整体来看，钢铁行业是耐材龙头最主要的销售领域。**

图 18：上市公司钢铁领域收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

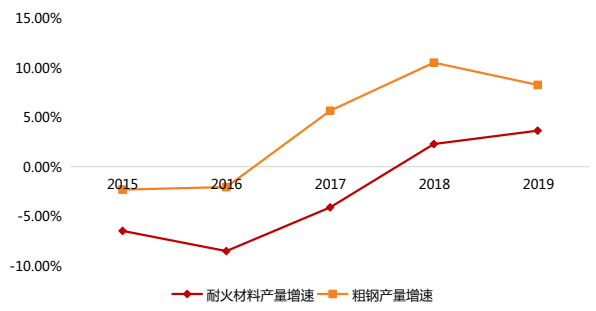
耐材产量增速与钢铁产量增速趋近，且呈现波动性。从历史数据看，耐火材料产量增速与粗钢产量增速走势趋近，粗钢走势略领先于耐材产量，且高温工业（如钢铁、水泥、玻璃等）的需求和经济有相关性，因此耐火材料的需求也有波动性。而近几年，粗钢产量逐年创出新高，带动上游耐材行业需求的回升，19 年，全国粗钢产量达 9.96 亿吨，同比增长 8.3%，耐材产量为 2430.8 万吨，同比增长 3.7%。

钢铁行业的下游运用领域广泛，主要包括建筑行业、机械行业、汽车行业，分别占 54%,14%与 7%。其中，建筑行业用钢主要包括房屋工程和基建工程，房屋工程建筑又可分为住宅房屋、商业及服务用房屋和办公用房屋三大类。其中，住宅房屋占比最大，超过 65%。基建工程主要包括铁路建设、交通建设（公路、城市轨道、机场港口等）和能源建设（石化、电力等）等。工业行业用钢主要集中在机械、汽车、船舶和轻工家电四大行业。

钢铁下游最主要的运用为建筑和基建领域，现阶段在全球经济下行及新冠疫情的背景下，地产与基建作为经济的重要支撑，国家有望将出台各类政策维护地产与基建的稳定增长，

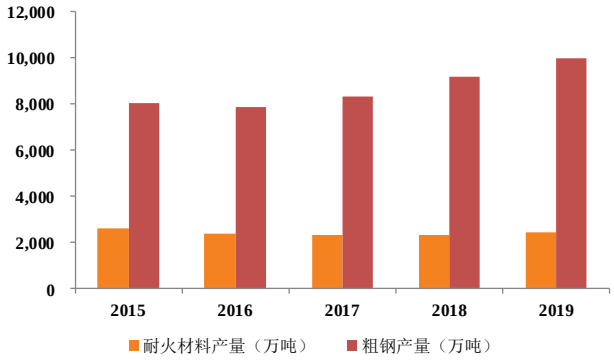
进一步支撑耐材行业的景气度。

图 19：耐材产量增速与粗钢增速



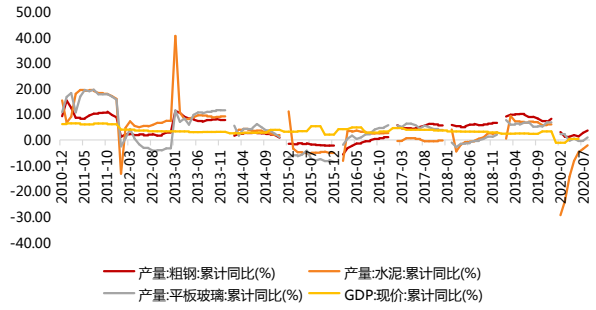
资料来源：中国耐火材料行业协会，wind、天风证券研究所

图 20：耐材产量与粗钢产量



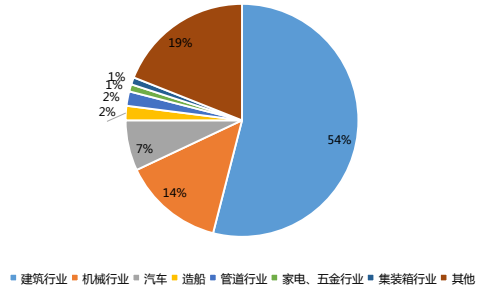
资料来源：中国耐火材料行业协会，wind、天风证券研究所

图 21：粗钢、水泥、玻璃增速与 GDP 增速



资料来源：wind、天风证券研究所

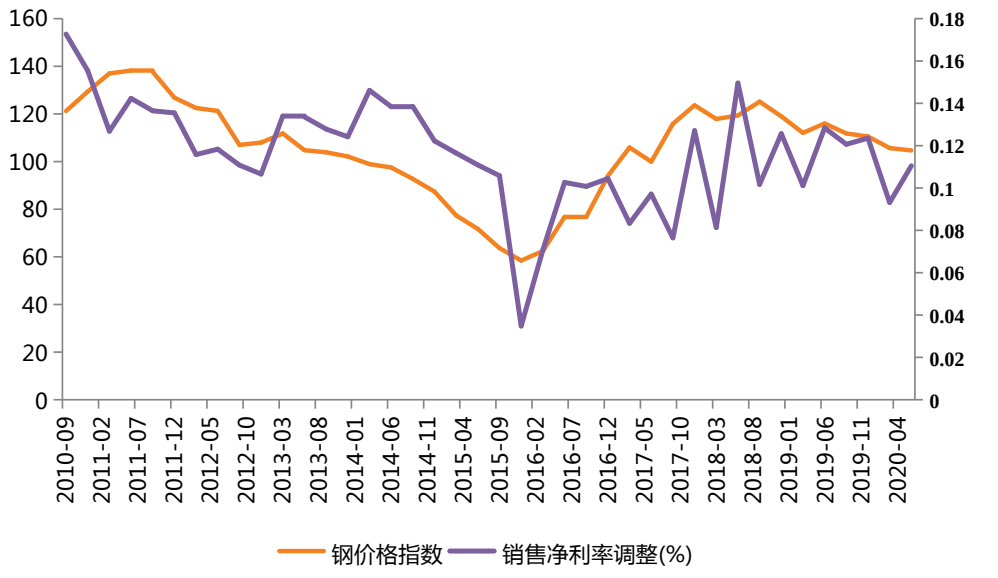
图 22：钢铁行业下游运用



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

综上来看，高温工业的需求和经济有相关性，因此耐火材料的需求也有波动性，但龙头受益于市场份额的提升以及成本的下降，盈利的周期性会被减弱。15 年至 19 年，龙头北京利尔市场占率由 1.8%提升至 2.4%，同时依靠公司全产业链布局带来的成本优势，公司销售净利润率波动性要小于同期下游钢材行业价格的波动性。

图 23：钢结构价格与公司销售净利率的波动性



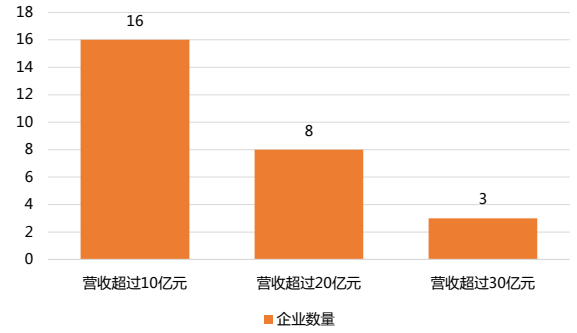
资料来源：wind、天风证券研究所

2.3. 竞争格局改善，集中度持续提升

行业集中度较低，头部公司市占率低。2019 年我国全行业耐火制品、耐火原料及相关服务企业总家数 1958 家， 收入规模超 2000 亿元，但耐火材料主营业务收入超 10 亿元的生产企业仅为 16 家，超 20 亿元的企业为 8 家，超过 30 亿元的企业为 3 家。目前，行业中还未出现引领发展的龙头企业，头部公司市占率仍较低，行业集中度也相对较低，行业小、多、散的现状仍然没有得到彻底改变。

耐火材料公司产品同质化现象较为严重，影响企业盈利能力的更多是企业装备水平的差距，但随着行业政策和准入门槛的提高，我们认为未来行业集中度以及龙头公司市占率将加速提高。

图 24：我国营业收入超过 10 亿元的耐材企业



资料来源：中国耐火材料行业协会、天风证券研究所

图 25：我国主要耐火材料公司及其介绍

我国主要耐火材料主要企业及其介绍	
公司名称	主要耐火材料产品
中钢耐火	镁铬砖、镁砖及非氧化物复合陶瓷耐火材料、高档碱性制品、不定形耐火材料
青花集团	镁铬砖、镁砖、镁尖晶石砖、镁碳砖
江苏苏嘉	炼钢耐火材料，主导产品有镁碳系列耐火砖以及不定形耐火材料等
濮阳濮耐	透气砖类、座砖类、散料类、滑板水口类、三大件类、冲击板/挡渣板类等
大石桥金龙	转炉用镁碳砖、电弧炉用镁碳砖、精炼钢包用镁钙碳砖等
南方耐火	滑动水口砖、钢包透气砖、镁碳整体出钢口等
中齐耐火	合成原料、镁碳、石英质水口、透气砖等
山东鲁阳	硅酸铝耐火纤维材料、珍珠岩保温材料、玻璃钢产品、高温粘结剂
瑞泰科技	熔铸锆钢玉系列、熔铸氧化铝系列耐火材料
武钢耐火	转炉镁碳砖、钢包镁碳砖、镁铝碳砖及连铸系列滑动水口材料

资料来源：中国粉体网、天风证券研究所

政策推动，行业集中度加速提升。2013 年，我国工业和信息化部发布的《关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》提出要提高产业集中度，提升发展质量和效益，增强高端耐火材料保障能力，同时还提出行业发展两个时间节点：到 2015 年形成 2~3 家具有国际竞争力的企业，创建若干个新型工业化产业示范基地，前 10 家企业产业集中度达到 25%；到 2020 年前 10 家企业产业集中度提高到 45%。

2015 年，我国工业和信息化部发布了《耐火材料行业规范条件》，将行业的准入门槛提高，加落后产能的淘汰，范文件中提出淘汰以下几类耐材产线：

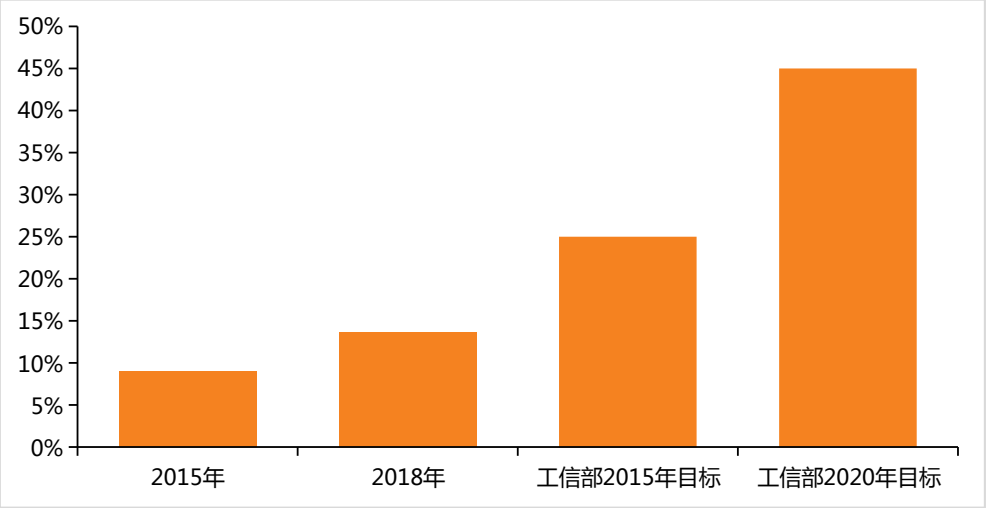
1）2015 年底前，淘汰单线产能低于 3 万吨/年、吨产品综合能耗高于 240 千克标煤的回转窑，单线产能低于 2 万吨/年、吨产品综合能耗高于 285 千克标煤的隧道窑等落后耐火粘土熟料产能；

2）淘汰有效容积低于 18 立方米、吨产品综合能耗高于 330 千克标煤的轻烧菱镁反射炉，有效容积低于 30 立方米的重烧镁砂竖窑，变压器功率低于 1400 千伏安的镁砂电熔炉等落后产能；

3）淘汰变压器功率 3000 千伏安以下普通棕刚玉冶炼炉、变压器功率 4000 千伏安以下固定式棕刚玉冶炼炉、变压器功率 3000 千伏安以下碳化硅冶炼炉等落后生产设备。

随着政策的推动，行业中公司的集中度加速提升，截止 18 年，我国耐材行业的 CR10 集中度为 13.6%，相比 15 年提升 4.6ptc。同时，大型企业的经营质量，特别是行业中四家上市公司盈利能力也有所提升，2019 年四家上市公司平均净利润率达到 7.4%（2018 年为 7.1%），表明耐火材料行业的优势企业发展良好，与 2018 年相比仍在进步，大型优势企业版块初步形成。

图 26：耐火行业集中度 CR10



资料来源：智研咨询、中国耐火材料行业协会网站，天风证券研究所

图 27：耐火材料行业产业政策

时间	政策	主要内容
2012年2月	《新材料产业"十二五"发展规划》	将"绿色新型耐火材料"列为发展重点，将"镁铁尖晶石砖"、"镁铁铝符合耐火材料"、"水泥窑用长寿命多功能系列不定形耐火材料"、"低导热熔铸耐火材料"列为"十二五"期间重点产品。
2013年2月	《关于促进耐火材料产业健康发展的若干意见（征求意见稿）》	指出我国耐火材料产业发展的目标为：到2015年，高端耐火材料基本自给；加大节能减排力度，到2015年，主要耗能设备能效水平达到一级；提高资源利用效率。到2020年，用后耐火材料回收再利用率高于75%；提高产业集中度，到2015年形成2~3家具有国际竞争力的企业。创建若干个新型工业化产业示范基地，前10家企业产业集中度达到25%，到2020年前10家企业产业集中度提高到45%
2015年3月	《耐火材料行业规范条件》	（一）耐火材料项目应综合考虑资源、能源、环境容量和市场需求，符合主体功能区规划、产业发展规划、环境保护规划和项目所在地城乡规划，符合土地利用总体规划和土地使用标准。（二）控制新增产能，鼓励实施等量或减量置换，依托现有耐火材料生产企业，通过联合重组，"退城入园"，开展技术改造，推进节能减排，生产和推广不定性耐火材料，优化产业结构，提高生产集中度。
2015年11月	《中国耐火材料行业"十三五"发展规划建议》	耐材行业在"十三五"期间的重要任务是淘汰过剩产能、提升创新能力、改善行业生存环境、综合利用资源。《规划》的目的是引导我国耐材行业在"十三五"期间，向"创建一流企业、生产一流产品、开发一流技术、营造一流环境"的由大变强的目标迈进
2018年12月	《产业发展与转移指导目录（2018年本）》	在中部地区原材料工业里面着重提到要做强河南超硬材料和耐火材料，湖南石墨精加工等产业

资料来源：中国报告大厅、秦皇岛市人民政府网、中商情报网、工业和信息化部、水泥人网，天风证券研究所

3. 模式创新，全产业链布局，辅材放量，未来发展可期

3.1. 开创整体承包模式，构建服务壁垒，推动市占率提高

2001 年，公司率先提出整体承包模式的销售模式：由“产品制造商”向“整体承包商”转变，由“产品价值”向“服务价值”延伸的战略思想，创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式。

在这之前，我国钢铁企业所用耐火材料的采购基本上是采用以耐火材料单价和数量进行结算的单一模式，即耐火材料企业只是将耐火材料产品直接销售给用户，而不负责相关设计，施工维护和残衬拆解等工作。这样的销售模式带来耐火材料消耗提高、产品质量不能够得到保障，增加了耐火材料的施工维护成本、企业不能保障安全生产等问题。

而整体承包经营模式则有效的解决了这些问题，2001 年，公司首先向首钢公司提出中间包耐火材料整体承包供货及服务的建议，随即 得到首钢公司的认可，从此开创了国内耐火材料整体承包的先例。之后，公司相继与首钢公司、首钢迁安钢铁公司、包头钢铁公司、天津荣程钢铁公司、本溪 钢铁公司、唐山钢铁公司、安阳钢铁公司、邯郸钢铁公司等 20

多家钢铁企业建 立了钢包、中间包、铁水包或加热炉等耐火材料整体承包供货业务关系，整体承包业务的运营和管理工作得到不断完善和成熟。截止 2020 中报，公司整体承包收入已占总收入的 70.89%。

图 28：整体承包经营模式的优点

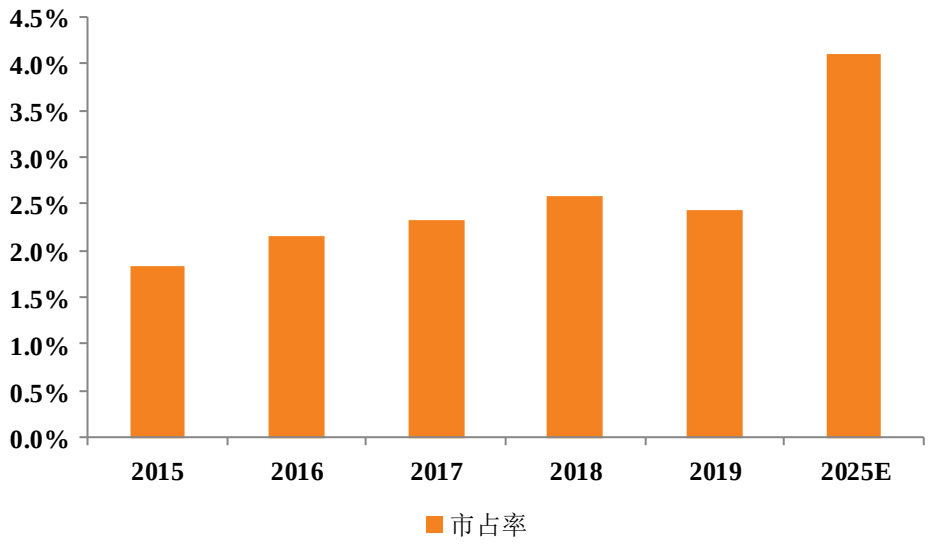
耐火材料经营采取整体承包模式的优势	
耐火材料整体承包给钢铁企业带来的效益	1）降低了耐火材料消耗成本，经济效益显著
	2）产品质量得到提高
	3）减少了耐火材料的施工维护成本
	4）减少了耐火材料的采购成本和管理成本
	5）有效的保障了企业的安全生产
耐火材料整体承包给耐材承包企业带来的效益	1）有利于承包企业发挥技术优势，合理降低耐火材料消耗，提高经济效益
	2）承包企业的综合能力不断得到提升

资料来源：北京利尔招股说明书，天风证券研究所

整体承包模式的创新应用不仅使公司的客户价值利益最大化，而且提高了公司的客户黏性、增强了业务稳定性高等。此模式下，公司一般与客户签订 1-5 年不等的供货服务合同，根据客户日常生产计划，制定公司库存与发货计划，进而制定公司生产与采购计划。由于钢铁企业生产计划相对高度连续、稳定，公司整体运营体系高效平稳。相比直销模式，在整体承包模式中公司拥有较高自主性，能够对产品的使用环境与使用情况有着最直观的了解，对各项变化做出最为快速的响应，能够密切关注运营情况并做出最及时的调整，最大程度的满足客户的需求。

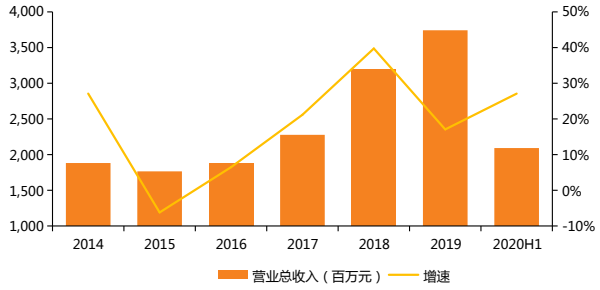
得益于整体承包模式的开创和运用，公司核心竞争能力和盈利能力得到进一步提升，2014-2019 期间，公司收入复合增速为 14.74%，对比同业，公司收入增速处于行业领先地位，比濮耐股份、鲁阳节能、瑞泰科技分别高出 5.08pct，1.98pct，1.44pct。同时，公司市占率（产量口径）也得到稳步提升，由 15 年的 1.8%提升至 19 年的 2.4%，若以公司 2025 年规划目标 100 万吨的耐材产销量计算，则未来市占率有望达到 4.1%，龙头地位进一步凸显。

图 29：公司市占比



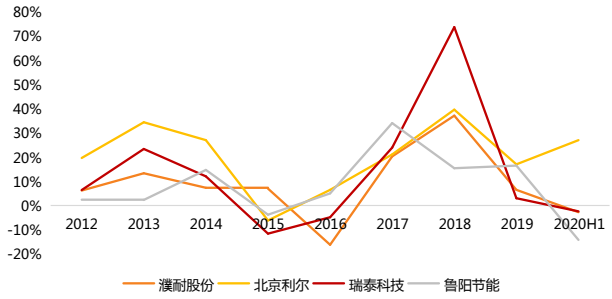
资料来源：中国耐火材料行业协会，公司公告、天风证券研究所

图 30：公司收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：对比公司收入增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 产业链布局，整合资源提升盈利能力

打造全产业链，提升盈利能力。公司自 13 年起就致力于打造耐材产品的全产业链，13 年公司完成对金宏矿业 100%以及辽宁中兴 48.94%的股权收购，初步打通了上游原材料布局，加强了成本控制能力，提升了公司的盈利能力。14/16 年期间，公司进一步理顺产业链布局，将海城市中兴等公司变为直接控制，产业链管控能力进一步加强。

截止目前，公司在辽宁、新疆、西藏分别建立或在建镁质原料供应基地，确保了公司主导产品所需优质镁砂等原料的供应，已形成 “矿山开采-矿石深加工（尾矿浮选利用）-耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合 利用”的镁质耐材全生命周期管理模式。

18 年，公司投资氧化铝项目，进一步完善铝质耐材的全产链布局，未来有望形成镁铝双产业链布局的耐材全生命周期管理模式。随着，公司全产业链的布局的逐步深化，未来公司有望进一步优化资源配置、缩短管理流程，降低运营成本，提高盈利能力。

图 32：公司全产业链布局

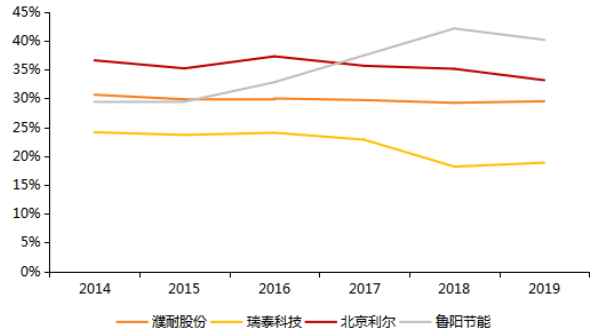
时间	项目名称	收购标的	标的的经营范围
2013	增发收购金宏矿业、辽宁中兴	金宏矿业100%股权，辽宁中兴48.94%股权	菱镁矿露天开采。菱镁石深加工及销售，镁石系列耐火材料经销。
2014	海城中兴合成吸收合并辽宁金宏	辽宁金宏矿业有限公司	菱镁矿露天开采。菱镁石深加工及销售，镁石系列耐火材料经销。
2016	全资子公司辽宁中兴将其持有的海城中兴合成100%全部转让给公司	海城中兴合成100%	菱镁矿露天开采；菱镁矿石销售；菱镁矿石的精深加工及销售；镁质系列合成耐火原料的技术研发、生产及销售；镁质系列不定型的技术研发、生产及销售。
2018	公司投资熔融氧化铝复合材料项目	熔融氧化铝复合材料项目	熔融氧化铝复合材料

资料来源：公司公告、天眼查，天风证券研究所

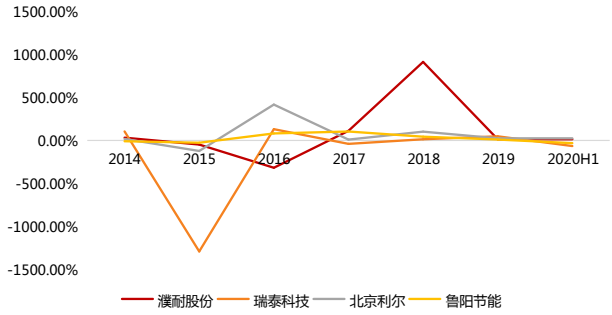
公司通过产业链资源提升和整合，加快资金和商品的周转率，资源配置效率较高，降低了运行成本，提升了公司的盈利能力。2014 年-2019 年，公司的平均毛利率为 35.49%，在同行业内较为突出，分别比濮耐股份，瑞泰科技，鲁阳节能高出 5.69pct，13.55pct，0.22pct。同时归母净利润水平也较高，2017 年-2019 年，公司的归母净利润复合增速达到 60.12%，分别比瑞泰科技，鲁阳节能高出 30.11pct，33.95pct。体现了公司在同行业中具有很高的盈利质量和盈利水平。

图 33：对比公司毛利率

图 34：对比公司归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

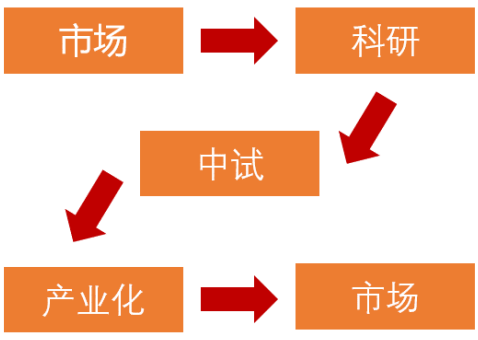
3.3. 深根研发创新，降本增效扩大盈利优势

技术研发、自主创新、检测能力，构建技术护城河。公司及子公司洛阳利尔、上海利尔、海城中兴合成、海城麦格西塔和天津瑞利鑫等均为“高新技术企业”。公司技术人员专业齐全，覆盖了多个专业领域，各学科相互交叉补充，使公司具备了新产品开发、热工与模具设计、理化检验与测试、现场技术支持等综合研发设计能力，形成“立体创新、集成创新、全员创新”的创新机制。

同时公司实行“市场-科研-中试-产业化-市场”的一体化创新模式，建立了以项目组为以市场为导向、以满足市场需求为目标、与生产、使用现场紧密联系的研发机制，紧密结合钢铁冶金等客户市场对新产品、新技术发展的需要。

近年来，公司每年组织实施 100 余项工艺技术、节能降耗等科研项目，截止 2020 年 6 月，公司获得授权专利 294 项（其中发明专利 85 项），鉴定成果 50 余项，高新技术产品 58 个，新产品 110 余种，国家级、省部级各种奖项 120 余项，主持参与标准制修订 60 余项。

图 35：公司的研发体系



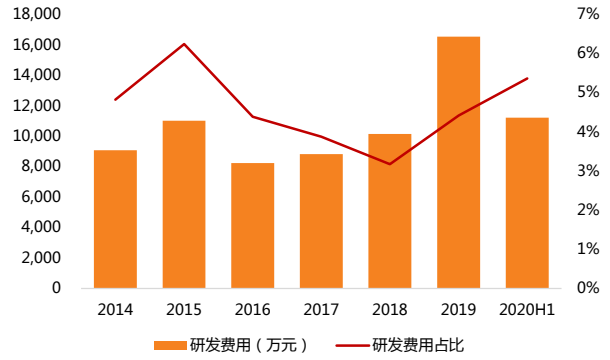
资料来源：公司公告、天风证券研究所

研发费用投入是公司科研创新活动的基础保障，最近三年，公司保持高强度的研发投入水平：17-19 年，公司研发费用分别达到 8829 亿元、10147 万元和 16535 万元，占营业收入的比重维持高位，其中 2019 年研发费用较 2018 年增加 62.95%，占营业收入比重同比提 1.25pct，系公司研发直接材料投入金额较大所致。

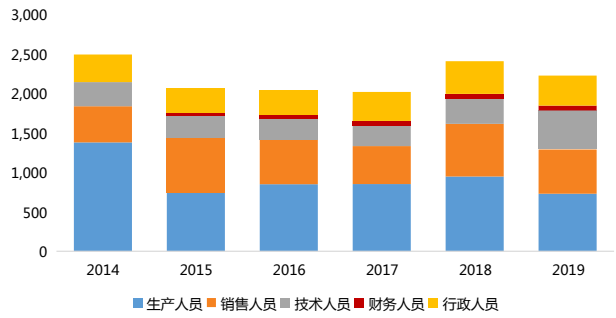
同时，公司十分重视研发人员培养，研发人员数与研发人员占比均保持稳步上升。近三年技术人员由 2017 年的 265 人上升至 2019 年的 496 人，占比也由 13.07%提升至 22.19%。

图 36：公司研发费用以及占比

图 37：公司人员结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

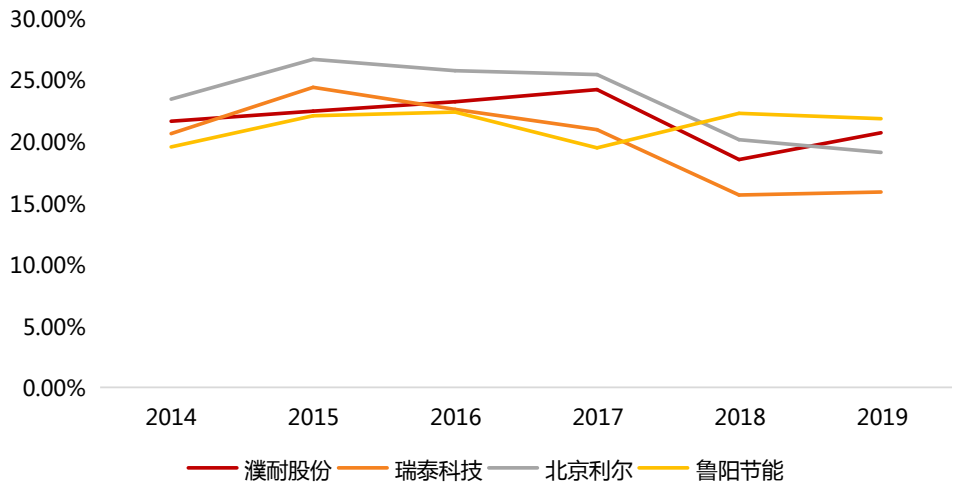


资料来源：Wind、天风证券研究所

除持续高研发投入外，近年来公司也加大信息建设投入，建立现代化的管理系统。在完善治理结构、加强内部管控能力的基础上，进一步加强对管理团队运营能力与素质的提升工作， 培养多维度企业管理能力，适应复杂多变的经营状况。

管理效率的持续提升，使公司费用进入下降通道，19 年公司期间费用率为 19.16%，相较 15 高点的 26.75%,已下降 7.59pct。对标同业，19 年公司期间费用率处于行业较低水平，比鲁阳节能濮耐股份分别低 1.6pct、2.75pct。拆分来看，2019 年公司销售费用为 11.16%，同比下降 0.52pct，在可比公司中处于中游水平；管理费用率为 8.15%，居于可比公司上游水平；公司 19 年财务费用率为-0.14%，同比下降 1.53pct，在同比公司中财务费用率最低，系贷款规模减少及人民币贬值汇兑收益增加。

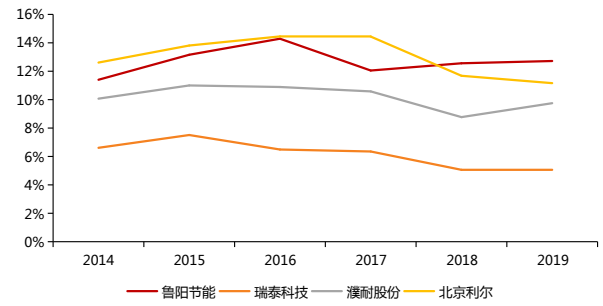
图 38：各公司期间费用率对比



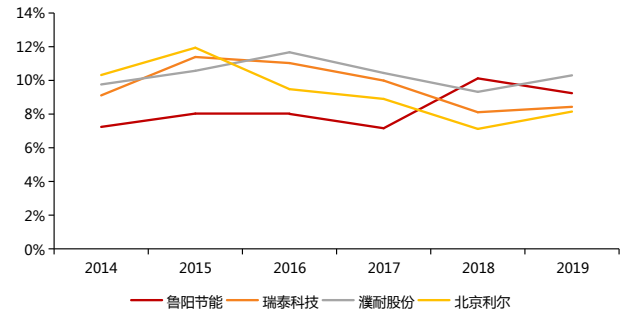
资料来源：wind、天风证券研究所

图 39：各公司销售费用率对比

图 40：各公司管理费用率对比

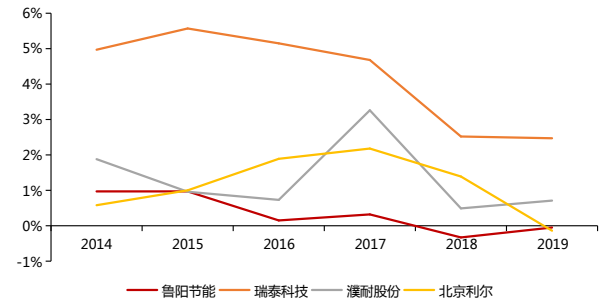


资料来源：Wind、天风证券研究所



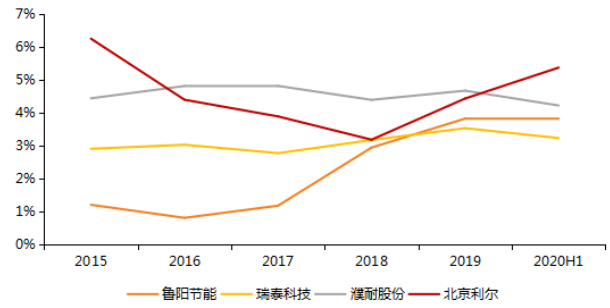
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 41：各公司财务费用率对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 42：各公司研发费用率对比



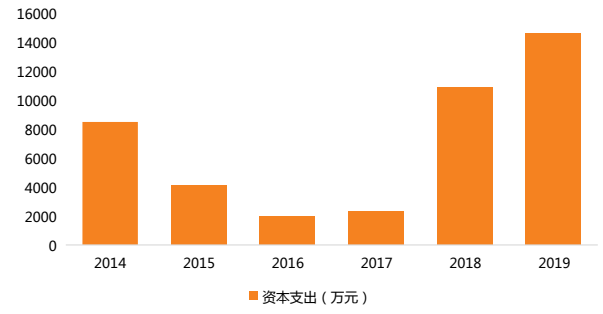
资料来源：Wind、天风证券研究所

目前，公司将定位由传统制造业转向现代化智能制造业，并加大产线改造投入和现代化产线建设，18、19 年公司资本支出分别为 1.09 亿元，1.47 亿元。工厂现代化在降低成本、增强公司抗风险能力的同时，促进循环经济发展，综合配置利用，增加利润增长点，实现经济效益最大化，公司净利率也得到显著提升。

公司净利率由 2017 年的 7.1%提高到 2019 年的 11.2%。对标同行，公司净利率处于行业头部，19 年净利率分别比瑞泰科技和濮耐股份高出 8.73pct，4.83pct。而从耐材行业的景气周期看，北京利尔的净利润率较行业整体也相对稳定，且处于同类公司的前游。

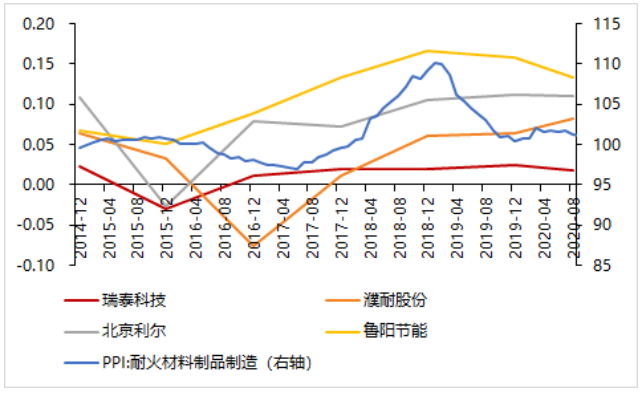
我们认为未来随着公司研发板块的持续投入，精细化的管理及产线智能化的推行，公司净利率有望进一步提升，盈利质量有望持续处于行业领先地位。

图 43：公司的资本开支



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 44：可比公司的净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.4. 发展新业务，扩张产能，支撑公司长期发展

产能投放，新业务拓展顺利。经过多年的发展，公司针对高附加值钢材产品生产用的特种

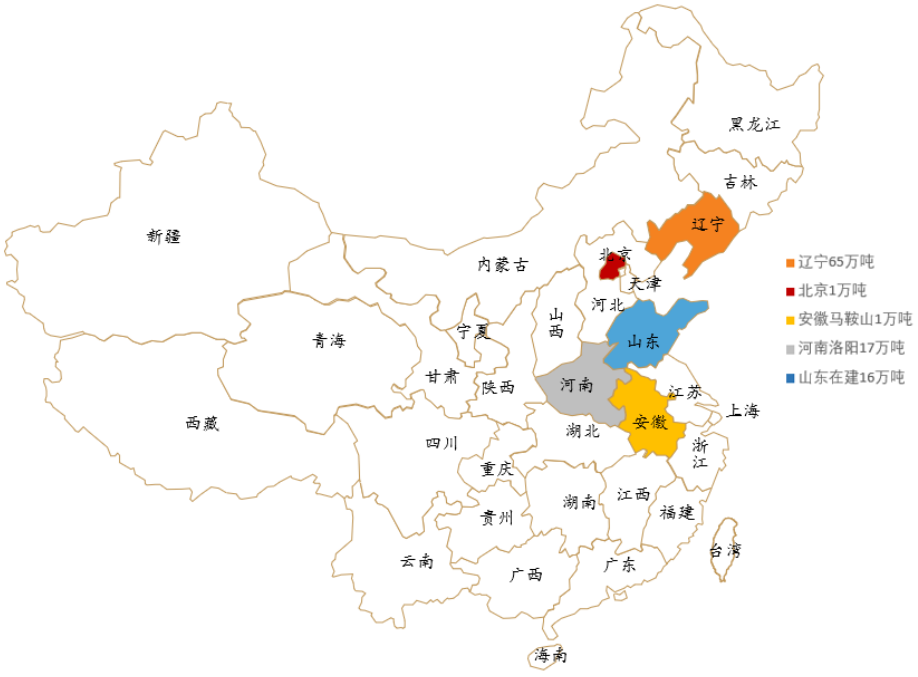
冶金炉料等产品，已掌握成熟的技术方案与生产经验。2020 年公司新建钼合金冶炼项目，进一步扩建产能，并加大对该领域市场的营销力度，同时公司积极布局相关企业与新增市场，培育新的业务增长点，确保销售收入稳定增长。在上半年受新冠疫情的影响下，公司 2020H1 钼铁业务依旧已取得较好的成果，以钼铁业务为主的其他收入达 3.18 亿元，同比增长 240.7%。

2019 年国内钼铁总产量 14.4 万吨，以 19 年平均价格 11.9 万元/吨计算，则市场空间可达 172 亿元。而随着国家政策趋严叠加，钼资源开发利用强度以及新增产能得到控制，但随着钢铁行业形势回暖，钼资源需求增加，今后几年钼产品的价格应呈上涨趋势，有望推动公司钼铁业务快速发展。

产能快速扩张，支撑三个一百目标实现。目前 ，公司确立长期战略，规划 2025 年确立三个一百目标：1、营业收入 100 亿；2、耐材制品产销 100 万吨；3、耐火原料产销 100 万吨。而目前公司耐火材料有效产能为 65 万吨/年，综合产能利用率为 70.77%。今年以来公司为实现战略规划目标，在淘汰落后产能的基础上，进一步扩产增产。

2019 年，公司淘汰落后产能 15 万吨/年，规划及在建产能达 10 万吨/年，其中置换落后产能 3 万吨/年。今年以来，公司 2 万吨/年钼合金项目一期已实现投产，山东日照瑞华产线将于今年 6 月投产，日照利尔产线将于今年、明年分批陆续投产，而公司洛阳伊川生产基地后续项目也在建设中。产能的持续扩张，有望支撑公司业绩的快速提升。

图 45：公司产能分布



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 46：公司产能

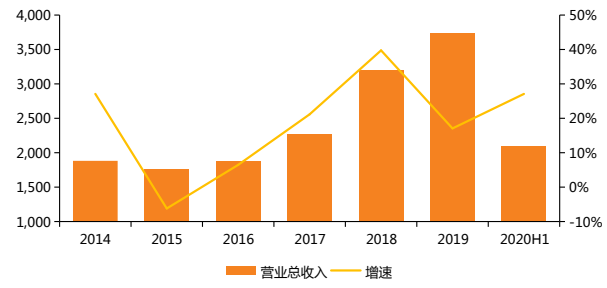
产品类型	产能（万吨）	具体产品
不定形产品	40	中间包碱性涂抹料、干式料 加热炉用系列浇注料 海绵铁用不定形耐火材料 低水泥、超低水泥、无水泥浇注料 出钢口填料，引流砂 高炉炉前系统用不定形耐火材料、炮泥 电炉、转炉、钢包系列喷补料 回转窑用钢纤维耐磨浇注料 轻质隔热浇注料，纤维喷涂料
滑板产品（含水口）	1	不烧铝碳滑板 烧成铝碳滑板 金属结合滑板 非氧化物结合滑板 钢包上下水口 钢包水口座砖
机压不烧砖产品	25	镁碳砖、低碳镁碳砖 镁铝、铝镁尖晶石碳砖 无碳刚玉尖晶石砖 铝碳化硅碳砖 抗剥落尖晶石砖 RH用无铬砖
三大件产品	1	中包上水口 长水口 塞棒 浸入式水口、快换水口
烧成砖	6	高铬砖、镁铬砖 镁铝尖晶石砖 铁尖晶石砖 高纯刚玉砖 铬刚玉砖 镁钙（白云石）砖
透气砖产品	1	整体式透气砖 分体式透气砖 透气砖座砖 钢包水口座砖 中包透气幕墙等
预制件产品	10	脱硫喷枪、吹氩枪、KR搅拌头 电炉、精炼炉炉盖预制 挡渣墙、挡坝、稳流器、冲击板 钢包包壁无碳预制砖、包底预制件 加热炉用预制块、烧嘴砖

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 资产质量全面改善，轻装上阵谋扩张

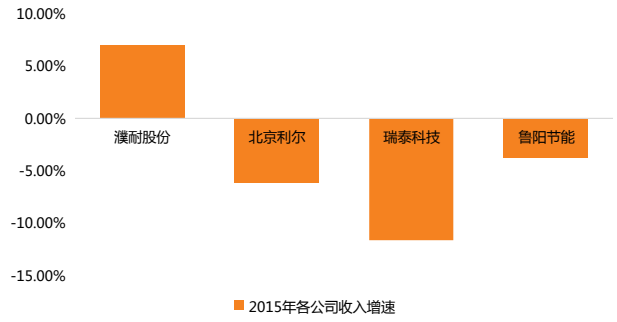
2015 年，耐火材料行业进入低迷期，产量出口量以及价格全面下行，行业内各公司的营收增速也出现大幅下降。龙头北京利尔依靠整包模式，全产业链布局等优势，在 15 年后收入增速迅速回升，同时资产质量也得到全面改善。

图 47：收入规模及增速（百万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

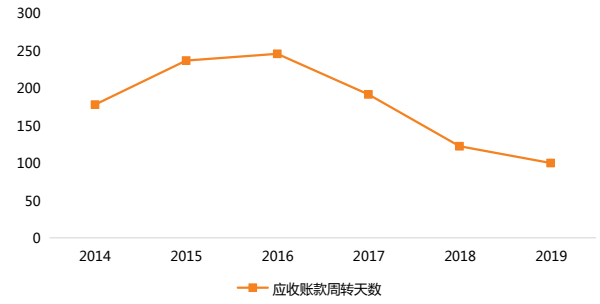
图 48：15 年各公司收入增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

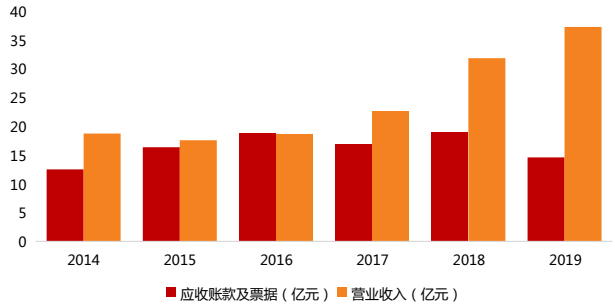
应收账款稳步下降，现金流稳定。2019 年公司收入较 2015 年增长 1 倍，应收账款+票据余额基本未增加甚至小幅下降从 15 年的 16.43 亿元下降至 14.66 亿元，周转天数从 15 年的 240 天下降至 100 天。经营性现金流净额则整体呈现上升的趋势，除 15/18 年由于原材料价格变动以致采购金额大幅增加，经营性现金流净额短期转负，19 年公司就转正并大幅提升至 4.16 亿元，经营性现金流净额/营业收入指标也稳步向上，19 年至 11.11%。

图 49：应收账款周转天数



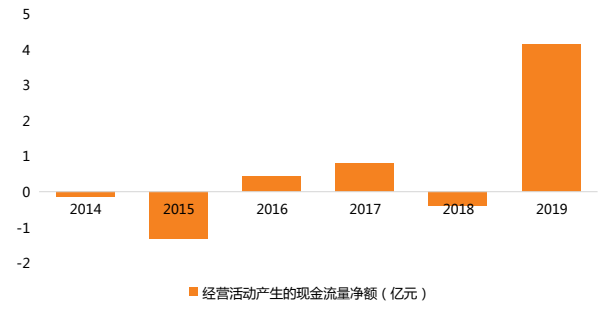
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 50：收入规模与应收账款及票据规模



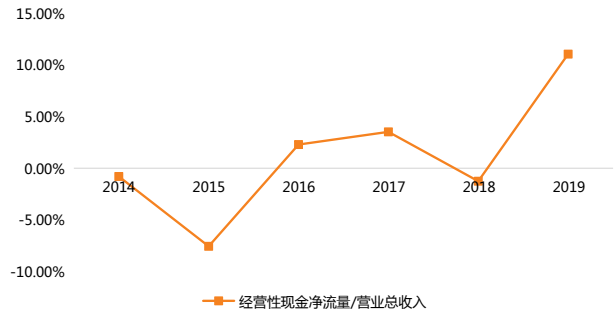
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 51：经营性现金流



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 52：经营性现金流净额/营业收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

资产质量改善，ROE 持续提升。近几年，公司的 ROE 持续提升，由于 2015 年的-1.62%提升至 19 年的 10.93%。拆分来开，公司销售净利率受产品结构改善和降本增效影响，净利率由 15 年的-2.60%上升至 11.15%；资产负债率因经营改善，负债规模下降，从 15 年的 40%降低至 19 年的 32%；资产周转率因运营效率提升，资产周转率也从 15 年的 0.4 提升至 19 的%。

综上来看，目前公司资产质量得到全面改善，我们认为现阶段公司轻装上阵，为未来扩张提供强大动能。

图 53：公司历年 ROE 水平

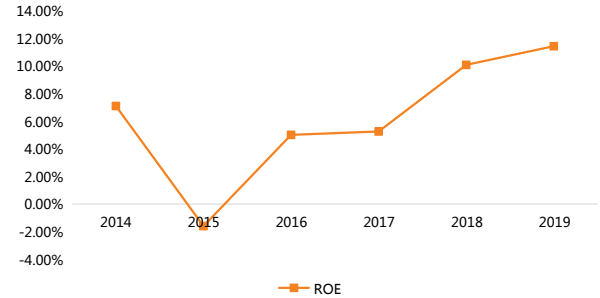
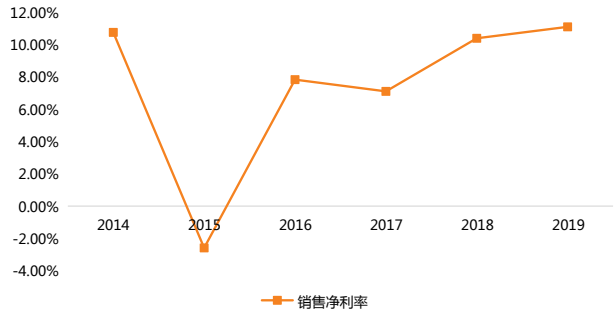


图 54：销售净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 55：资产负债率

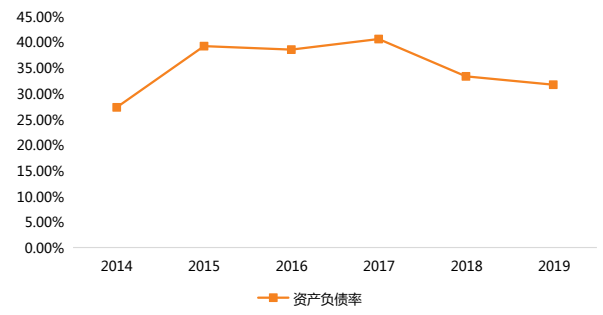
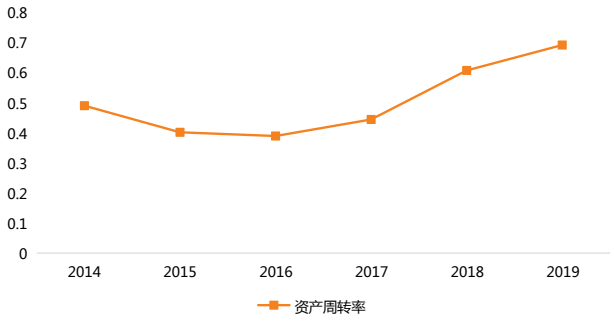


图 56：资产周转率



资料来源：Wind、天风证券研究所

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

核心盈利假设：

假设 1：考虑到全球经济下行及疫情带来的影响，耐材下游建筑端在政策的刺激下有望平稳增长，带动耐材需求，预计 2020-2022 年耐材销量增速分别为 10%、13%、15%。

假设 2：2020 年 1~7 月，耐火材料 PPI 同比下降 4.4%，预计耐火材料今年的价格降幅为 4%。考虑到全球疫情的持续性，预计 2021-2022 年，耐材的价格分别下降 3%、2%。

假设 3：2020 年 1~8 月，长江有色市场铝 A00 均价同比下降 2.1%，镁锭 1#均价同比下降 15.8%，与耐材价格相比，原材料整体价格降幅更大，公司耐火材料毛利率有望上升，预计 2020-2022 年公司耐材毛利率分别为 39%、41%、43%。

假设 4：2020 年公司新建钼合金冶炼项目，进一步扩建产能，并加大对该领域市场的营销力度，同时公司积极布局相关企业与新增市场，培育新的业务增长点，确保销售收入稳定增长。2020H1 以钼铁业务为主的其他收入达 3.18 亿元，同比增长 240.7%。预计 2020-2022 年该部分业务的同比增长为 40%、30%、20%。

据此，我们预测公司主营业务未来三年增长如下表所列：

图 57：公司盈利预测假设

单位：万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
耐材业务					
占营业收入比	97%	86%	82%	80%	79%
收入	309,380.65	321,978.05	340,008.82	372,683.67	420,014.49
yoy	41.5%	4.1%	5.6%	9.6%	12.7%
成本	198,186.52	200,175.51	206,180.78	218,551.62	240,406.78
yoy	43.4%	1.0%	3.0%	6.0%	10.0%
毛利率	35.94%	37.83%	39.36%	41.36%	42.76%
产量（万吨）	55.31	52.21	54.83	60.31	69.35
yoy	5.4%	-5.6%	5.0%	10.0%	15.0%
销量（万吨）	60.42	59.38	65.32	73.81	84.88
yoy	13.2%	-1.7%	10.0%	13.0%	15.0%
吨均价	5,120.53	5,422.48	5,205.58	5,049.41	4,948.43
yoy	25.0%	5.9%	-4.0%	-3.0%	-2.0%
其他业务（钼铁业务）					
占营业收入比	3.2%	14.0%	17.7%	20.3%	21.4%
收入	10,311.31	52,262.65	73,167.71	95,118.02	114,141.63
yoy	13.7%	406.8%	40.0%	30.0%	20.0%
成本	9,244.48	50,019.02	65,850.94	84,655.04	100,444.63
毛利率	10.3%	4.3%	10.0%	11.0%	12.0%
毛利额	1,066.83	2,243.63	7,316.77	10,462.98	13,697.00
营业收入合计					
营业收入	319,691.96	374,240.70	413,176.53	467,801.69	534,156.12
yoy	40.4%	17.1%	10.4%	13.2%	14.2%
营业成本	207,431.00	250,194.53	272,031.71	303,206.66	340,851.42
毛利率	35.1%	33.1%	34.2%	35.2%	36.2%
毛利额	112,260.96	124,046.17	141,144.82	164,595.03	193,304.71
归属于母公司所有者的净利润	33,307.95	41,590.34	52,204.69	65,314.67	81,616.42
yoy	105.3%	24.9%	25.5%	25.1%	25.0%
总股本	119,049.08	119,049.08	119,049.08	119,049.08	119,049.08
EPS	0.28	0.35	0.44	0.55	0.69

资料来源：18、19 年数据来源 wind，天风证券研究所

根据公司两大主营业务结构和属性，我们选择同行业中的上市公司濮耐股份，鲁阳节能及泰瑞科技作为可比公司进行估值。

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.44/0.55/0.69 元，参考可比公司 2019 年平均 PE39.7x（wind 一致预期），公司依托强大的技术创新能力，整体承包优质商业模式、完善的全产业链布局，业绩有望实现稳步增长，我们认为公司 2020 年公司合理 PE 估值区间为 15-20x，对应目标价 6.6-8.8 元，给予“买入”评级。

图 58：可比公司估值

估值表													
公司名称	代码	市值（亿元）	股价（元）	PE			收入增速			归母净利润增速			
				2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	
002225.SZ	濮耐股份	48.90	4.73	21.7	19.4	-	37.3%	6.5%	-	915.8%	13.9%	-	
002088.SZ	鲁阳节能	34.87	9.64	11.4	10.2	-	15.5%	16.5%	-	43.7%	10.8%	-	
002066.SZ	瑞泰科技	22.92	9.92	132.5	89.4	-	74.0%	3.0%	-	13.9%	48.3%	-	
均值				55.2	39.7	-	42.2%	8.7%	-	324.5%	24.3%	-	
002392.SZ	北京利尔	65.72	5.52	19.7	15.8		39.7%	17.1%		102.7%	24.9%		

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 投资意见：

耐火材料行业集中度低，公司作为行业龙头市占提升率可期。同时，公司依托强大的技术创新能力，整体承包优质商业模式、完善的全产业链布局，使公司历年收入增速，盈利能力在行业中领先，近期进行股份回购，用于员工持股或股份激励，激发员工活力。

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 5.22 亿元、6.53 亿元、8.16 亿元，对应 9 月 18 日 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍 ，首次 覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

1、业务集中风险

公司的产品主要应用于钢铁行业，最近三年对钢铁行业的销售收入占公司总收入的平均占比在 80%以上， 因此钢铁行业的景气度对公司的经营业绩产生重大影响，一方面影响公司业务 增长与盈利能力，另一方面也影响公司应收账款的回收速度。如果钢铁行业景 气度持续下行，其对公司经营的负面影响将会显现，存在由于收入和毛利率下 降而导致公司业绩出现下滑的风险。

2、应收账款坏账风险：

2017 年末、2018 年末、2019 年末，公司的应收账款期末净额分别为 111,699.94 万元、106,304.64 万元、101,971.08 万元，占同期 期末公司总资产的比例分别为 21.03%、20.53%、18.24%；各期末公司对应收 账款计提坏账准备余额分别为 25,947.97 万元、29,186.18 万元、23,628.41 万元。 虽然最近三年的应收账款的账龄主要集中在一年以内，且对应客户主要为国内大中型钢铁企业，不能回收的风险较小，但由于应收账款金额较大，占用公司较多营运资金，如果发生大额呆坏账，将会对公司的经营业绩产生较大影响。

3、管理风险

公司已建立较为规范的各项管理制度，企业经营运转良好， 但随着公司的业务规模快速增加，公司的经营决策、运作实施和风险控制的难 度均有所增加，对公司经营层的管理水平也提出了更高的要求。若公司的生产 经营、销售、质量控制、风险管理等能力不能适应公司规模扩张的要求，人才 培养、组织模式和管理制度不能与业务同步发展，可能会引发相应的经营和管 理风险。

4、新型冠状病毒肺炎疫情风险

受新型冠状病毒肺炎全球蔓延的影响，如果全球疫情未得到有力又均衡的控制，个别国家疫情防控不力或将引发全球疫情此起彼伏，对全球经济的恢复将产生不利影响，各行业也将面临疫情持续影响的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	872.75	723.43	1,991.14	2,431.24	3,161.62
应收票据及应收账款	1,915.04	1,465.82	1,545.00	1,653.00	1,730.00
预付账款	76.42	106.10	94.44	129.29	121.20
存货	711.75	741.62	1,159.52	823.08	1,528.36
其他	233.46	1,030.47	757.49	506.99	824.34
流动资产合计	**3,809.43**	**4,067.45**	**5,547.60**	**5,543.60**	**7,365.51**
长期股权投资	77.81	80.54	80.54	80.54	80.54
固定资产	504.28	673.22	698.26	730.96	755.24
在建工程	121.88	72.25	79.35	95.61	87.37
无形资产	439.86	428.97	417.92	406.88	395.83
其他	224.24	267.76	237.71	235.09	239.40
非流动资产合计	**1,368.06**	**1,522.74**	**1,513.79**	**1,549.07**	**1,558.38**
资产总计	**5,177.49**	**5,590.19**	**7,061.38**	**7,092.67**	**8,923.89**
短期借款	102.95	0.00	100.00	200.00	300.00
应付票据及应付账款	1,388.69	1,463.71	2,157.54	1,596.83	2,617.78
其他	211.11	285.27	228.60	298.83	232.64
流动负债合计	**1,702.75**	**1,748.98**	**2,486.15**	**2,095.67**	**3,150.42**
长期借款	0.00	0.00	110.00	60.00	80.00
应付债券	0.00	0.00	182.52	60.84	81.12
其他	27.27	27.64	21.83	25.58	25.01
非流动负债合计	**27.27**	**27.64**	**314.35**	**146.42**	**186.13**
负债合计	**1,730.02**	**1,776.62**	**2,800.49**	**2,242.09**	**3,336.55**
少数股东权益	7.69	9.08	10.75	12.91	15.60
股本	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49
资本公积	987.62	987.62	967.62	967.62	967.62
留存收益	2,247.15	2,611.30	3,059.65	3,647.18	4,381.24
其他	(985.47)	(984.92)	(967.62)	(967.62)	(967.62)
股东权益合计	**3,447.47**	**3,813.57**	**4,260.89**	**4,850.58**	**5,587.33**
负债和股东权益总计	**5,177.49**	**5,590.19**	**7,061.38**	**7,092.67**	**8,923.89**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	333.73	417.30	522.05	653.15	816.16
折旧摊销	70.65	84.42	38.90	42.09	45.00
财务费用	39.50	6.52	(5.88)	(6.57)	(7.40)
投资损失	(37.01)	(19.46)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	554.37	(543.73)	60.01	(45.14)	(8.58)
其它	(1,001.55)	470.90	(420.00)	2.20	143.34
经营活动现金流	**(40.29)**	**415.97**	**175.08**	**625.72**	**968.52**
资本支出	201.63	191.42	65.81	76.25	50.56
长期投资	2.57	2.73	0.00	0.00	0.00
其他	763.68	(620.87)	737.71	(136.25)	(361.74)
投资活动现金流	**967.88**	**(426.73)**	**803.52**	**(60.00)**	**(311.17)**
债权融资	102.95	50.21	409.93	343.38	491.17
股权融资	(57.60)	6.08	(16.67)	6.71	7.54
其他	(833.15)	(88.81)	(104.15)	(475.72)	(425.68)
筹资活动现金流	**(787.80)**	**(32.52)**	**289.11**	**(125.63)**	**73.03**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**139.79**	**(43.28)**	**1,267.71**	**440.10**	**730.38**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,196.92**	**3,742.41**	**4,131.77**	**4,678.02**	**5,341.56**
营业成本	2,074.31	2,501.95	2,720.32	3,032.07	3,408.51
营业税金及附加	30.22	28.65	33.05	35.09	40.06
营业费用	373.49	417.55	454.49	509.90	576.89
管理费用	126.21	139.51	148.74	163.73	181.61
研发费用	101.47	165.35	177.67	196.48	219.00
财务费用	44.55	(5.39)	(5.88)	(6.57)	(7.40)
资产减值损失	68.01	(45.05)	0.00	9.36	21.37
公允价值变动收益	0.00	4.04	(421.76)	0.00	140.59
投资净收益	37.01	6.63	20.00	20.00	20.00
其他	(86.23)	18.59	372.06	(67.85)	(234.53)
营业利润	**427.89**	**510.58**	**633.07**	**785.82**	**975.46**
营业外收入	2.49	1.99	2.00	2.10	2.21
营业外支出	17.83	31.65	33.00	34.65	36.38
利润总额	**412.55**	**480.92**	**602.07**	**753.27**	**941.28**
所得税	78.82	63.61	78.27	97.93	122.37
净利润	**333.73**	**417.30**	**523.80**	**655.35**	**818.91**
少数股东损益	0.66	1.40	1.76	2.20	2.75
归属于母公司净利润	**333.08**	**415.90**	**522.05**	**653.15**	**816.16**
每股收益（元）	0.28	0.35	0.44	0.55	0.69

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	40.39%	17.06%	10.40%	13.22%	14.18%
营业利润	134.83%	19.32%	23.99%	24.13%	24.13%
归属于母公司净利润	105.33%	24.87%	25.52%	25.11%	24.96%
获利能力					
毛利率	35.12%	33.15%	34.16%	35.18%	36.19%
净利率	10.42%	11.11%	12.63%	13.96%	15.28%
ROE	9.68%	10.93%	12.28%	13.50%	14.65%
ROIC	11.31%	17.87%	22.26%	27.76%	33.32%
偿债能力					
资产负债率	33.41%	31.78%	39.66%	31.61%	37.39%
净负债率	-22.33%	-17.65%	-37.11%	-43.04%	-47.79%
流动比率	2.24	2.33	2.23	2.65	2.34
速动比率	1.82	1.90	1.77	2.25	1.85
营运能力					
应收账款周转率	1.77	2.21	2.74	2.93	3.16
存货周转率	4.52	5.15	4.35	4.72	4.54
总资产周转率	0.61	0.70	0.65	0.66	0.67
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.35	0.44	0.55	0.69
每股经营现金流	-0.03	0.35	0.15	0.53	0.81
每股净资产	2.89	3.20	3.57	4.06	4.68
估值比率					
市盈率	22.41	17.95	14.30	11.43	9.15
市净率	2.17	1.96	1.76	1.54	1.34
EV/EBITDA	4.49	4.08	6.48	5.21	3.92
EV/EBIT	5.03	4.55	28.90	6.86	4.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。